

深度报告

常宝股份(002478)

合理价位: 15.55-17.19 元 发行价: 16.78 元

2010 年 9 月 21 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	400.1/55.6
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
上证综指/深圳成指	2,588.71/11,150.33
发行价格(元)	16.78
发行股本(百万股)	69.50

财务数据

净资产值(百万元)	975.90
每股净资产(元)	2.44
资产负债率	54.07%

相关研究报告:

分析师: 郑东

电话: 010-66025270

E-mail: zhengdong@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070367

分析师: 秦波

电话: 010-66026317

E-mail: qinbo@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060023

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

新股分析

国内领先的管材生产企业

●公司是国内领先的能源管材生产企业

常宝股份是国内最大的石油天然气用管和高压锅炉管生产商之一, 2009 年石油用管产量及市场占有率居全国第二, 高压锅炉管产量及市场占有率居全国第三, 是上海锅炉厂的四家“优秀供方企业”之一、东方锅炉厂的“A 级供应商”之一及哈尔滨锅炉厂的两家“A 级供应商”之一。公司高端油井管、高钢级高压锅炉管以及特种异型内螺纹管和优化内螺纹管等产品的生产技术业内领先, 已经部分替代进口。公司 2010 年还通过了上海电气核电设备有限公司合格供方认可, 开始向其供应核电非核级用管, 未来规划将发展核电 U 型管。

●公司主要市场领域需求前景广阔, 进口替代空间较大

公司具备一定的技术、管理和品牌市场优势。近年来石油天然气勘探开采条件越来越苛刻, 开发投资力度不断加大, 保障了公司所处油气用管行业需求的稳步增长。国家为提高能源使用效率, 减轻节能减排压力而大力推动超临界、超超临界火力发电机组也刺激了目前尚不能完全自给的高压锅炉管的需求, 未来进口替代空间较大。此外, 公司正在积极发展的核电用管也是我国未来大力推进国产化的领域之一。

●募投 ERW 项目进一步完善公司产品结构

公司募资筹建的 30 万吨 ERW660 焊管项目, 主要生产口径 $\Phi 219\text{mm} - \Phi 660\text{mm}$ 的油气输送管线管、石油套管及建筑结构管。项目投产后, 公司产品组距范围由现在的 $\Phi 8 - \Phi 219\text{mm}$ 拓宽到 $\Phi 8 - \Phi 660\text{mm}$, 进一步提高公司在国内同行业企业中的优势地位, 为企业可持续发展夯实基础。

●合理价格在 15.55~17.19 元/股之间

按照增发摊薄后股本计算, 常宝股份 2009 年每股收益为 0.48 元。我们预测常宝股份 10-12 年每股盈利为 0.46、0.62 和 0.78 元。综合绝对估值和相对估值两种方法, 我们认为公司的合理价格区间在 15.55~17.19 元之间。

●风险提示

公司属于来料加工, 原料质量不可控; 原料价格或下游需求波动可能导致公司毛利波动; 国际市场对我钢管行业双反力度加大可能加大国内钢管市场竞争。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,374.56	2,168.28	2,808	3,293	3,951
(+/-%)	104.62%	-35.75%	29.5%	17.2%	20.0%
净利润(百万元)	262.18	192.78	183	246	313
(+/-%)	77.70%	-26.47%	--	34.8%	27.3%
每股收益(元)	0.79	0.58	0.46	0.62	0.78
EBIT Margin		13.83%	9.0%	10.7%	11.7%
净资产收益率(ROE)	36.32%	21.36%	17.4%	19.8%	21.0%
市盈率(PE)	21.16	28.78	43.8	32.5	25.5
EV/EBITDA		16.17	31.6	23.4	18.3
市净率(PB)	7.69	6.15	7.63	6.43	5.35

投资摘要

估值与投资建议

按照增发摊薄后股本计算，公司 2009 年每股收益为 0.48 元，同时我们预测常宝股份 10-12 年每股盈利为 0.46、0.62 和 0.78 元。综合绝对估值和相对估值两种方法，我们认为公司的合理价格区间在 15.55~17.19 元之间。

公司基本情况概述

公司是国内最大的专业能源管材生产企业之一，产品覆盖全面。2009 年公司石油用管产量及市场占有率居全国第二，高压锅炉管产量及市场占有率居全国第三位，是上海锅炉厂的四家“优秀供方企业”之一、东方锅炉厂的“A 级供应商”之一及哈尔滨锅炉厂的两家“A 级供应商”之一。国内石油用管市场保持稳定增长，高压锅炉管市场也随着国家火力发电机组向超临界、超超临界方向发展而不断扩大，存在较大的进口替代空间。除此之外，公司目前还通过了上海电气核电设备有限公司的合格供方认可，开始向其供应核电非核级用管，同时公司也计划投资建设核电 U 型用管，规划产能约 600 吨/年，成为未来潜在的核电专用管材供应商之一。

此次公司募投建设的 ERW660 项目，产能 30 万吨，相当于公司现有产能的 86%，主要生产口径 $\Phi 219\text{mm} - \Phi 660\text{mm}$ 的油气输送管线管、石油套管及建筑结构管。项目投产后，公司产品结构更为完善外，产品组距范围由现在的 $\Phi 8 - \Phi 219\text{mm}$ 拓宽到 $\Phi 8 - \Phi 660\text{mm}$ ，公司在国内同行业企业中的优势地位得以提升。

核心假设或逻辑

1)、2011 年石油油管高附加值产品比率的提升、石油套管产能规模增长且毛利逐步恢复，超长管、U 型加热器管、超级 304 的投产；2012 年募投的大口径焊接管项目（ERW 项目）逐步投产。2）随着公司高端产品比例提高，公司产品毛利率稳中略有提升，套管毛利水平改善。3）、公司销售费用率、管理费用率保持稳定，企业综合所得税率 14%。4）、公司出口产品不再遭受双反制裁。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、公司上游原料外购，整体属于来料加工，质量控制有一定风险；
- 2、原材料价格波动或下游市场波动可能带来毛利率波动的风险；
- 3、钢管是我国遭受双反调查的重灾区，如果出口环境继续恶化，国际市场对我国钢管行业的双反力度进一步加大，则公司产品经营面临加大的风险。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
相对估值法: 13.80 ~ 17.30 元/股.....	5
绝对估值法: 12.76 ~ 17.19 元/股.....	5
公司概况.....	6
历史沿革、主要股东和本次发行情况.....	6
公司主营业务.....	6
公司的主要成本构成.....	7
主营产品的市场构成.....	8
主营业务所处行业情况.....	9
石油油井管需求保持稳步增长.....	9
生产高钢级、非 API 钢级和特殊扣钢管已成国内油井管企业的发展方向.....	10
高端高压锅炉管替代进口已渐成型, 市场空间大.....	11
核电行业的大发展为核电用管带来前所未有的发展机遇.....	12
公司竞争优势分析.....	13
灵活有效的企业管理优势.....	13
产品定位高端、附加值高, 产品链不断丰富.....	13
技术和研发优势明显.....	13
品牌和市场优势.....	13
人才优势.....	14
募投项目进一步完善公司产品结构.....	14
大口径 ERW 焊管机组未来将成为主导.....	14
石油、天然气和建筑领域对焊接管保持高需求.....	14
募投项目投产后将增强公司的盈利能力.....	15
反倾销和反补贴仍然是公司面临的较大风险.....	16
公司财务分析.....	17
盈利预测.....	17
基本假设.....	17
核心判断的主要风险.....	18
附表 1: 财务预测与估值.....	19
国信证券投资评级.....	20
免责条款.....	20

图表目录

表 1: 可比上市公司估值水平比较	5
表 2: 三阶段模型的主要假设	5
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
图 1: 公司 IPO 前股权结构	6
图 2: 常宝股份主要产品图示	7
表 4: 09 年我国主要油管生产企业产量及市场份额情况	7
表 5: 09 年我国主要高压锅炉管企业产量及市场份额情况	7
图 3: 近年来公司主营业务收入构成	7
图 4: 近年来公司主营业务利润构成	7
图 5: 公司成本构成	8
图 6: 公司成本走势	8
表 6: 常宝股份主要产品盈利情况	8
图 7: 公司主要产品毛利率情况	8
表 7: 公司前五名客户情况	9
图 8: 公司外销收入情况	9
表 8: 三大石油集团资本性支出数据 (单位: 百万元)	10
图 9: 全球打井数和深度	10
图 10: 三大石油集团累计资本性支出图示 (单位: 10 亿元)	10
图 11: 1971-2007 全球发电量增长情况 (单位: 十亿千瓦时)	11
图 12: 我国发电装机构成情况 (单位: 万千瓦)	11
图 13: 我国高压锅炉管消费量 (万吨) 及进口比例	12
表 9: 十二五和十三五期间国内核电设备年均规模	13
表 10: “十一五”期间预测各种焊管在油气输送管中的比例 (%)	14
表 11: 2006 年部分国家 ERW 焊管机组规格比例	15
表 12: ERW660 项目主要产品需求量预测	15
表 13: 募投项目及其主要效益指标	15
图 14: 公司管理层经营计划	15
图 15: 公司现有即募投项目未来三年发展规划	15
表 14: 美国“双反”调查对公司业务的影响分析 (单位: 万元)	16
图 16: 2010 上半年油井管出口构成	16
图 17: 公司油井管出口走势 (吨)	16
表 15: 公司主要财务指标	17
表 16: 盈利预测假设 (收入及利润单位: 百万元)	18

估值与投资建议

相对估值法：13.80 ~ 17.30 元/股

按照增发摊薄后股本计算，常宝股份 2009 年每股收益为 0.48 元。我们预测常宝股份 10-12 年每股盈利为 0.46、0.62 和 0.78 元。公司业务与金州管道和久利特材业务与公司业务相似程度最高，有一定的可比性。此外我们选取了新兴铸管和进军新能源产业的恒星科技作为公司两个极端的比较。根据 Wind 给出的一致预期均值，上述四公司 2009 年平均 PE 为 36 倍，2010 年平均 PE 预计在 30 倍左右，照此水平计算，公司合理估值范围在 13.80 ~ 17.30 元之间元，中值在 15.55 元。

绝对估值法：12.76 ~ 17.19 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司在 2012 年之前将通过非募投项目的逐步投产及产品结构的调整获得业绩的提升。2012 年之后募投 ERW 焊管项目逐步投产达产，并且高压锅炉管及核电用管等产品也陆续投产达产，公司将获得进一步的成长空间。出于谨慎的原则，我们假设在以后几年公司增长率逐步下降。据此得到常宝股份绝对估值的合理区间在 12.76 ~ 17.19 元之间，中值为 14.98 元。

综合两种方法，我们认为在目前市场普遍较高的估值水平下，选取相对估值中值和绝对估值的上限，对应股价在 15.55~17.19 元之间。

表 1：可比上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	股价	EPS				PE			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
000778	新兴铸管	7.60	0.69	0.60	0.73	0.83	16.61	12.71	10.46	9.15
002132	恒星科技	18.19	0.39	0.44	0.75	0.88	51.67	41.78	24.34	20.57
002318	久立特材	21.95	0.80	0.54	0.90	1.26	47.84	40.32	24.50	17.45
002443	金州管道	22.31	1.02	0.92	1.25	1.58	29.21	24.25	17.81	14.15
	平均值						36.33	29.77	19.28	15.33

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

表 2：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售收入增长率	104%	-35.7%	29.5%	17.2%	20.0%	12.0%	15.0%	10.0%	5.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销货成本 / 销售收入	81.0%	76.9%	81.0%	80.1%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%
管理费用 / 销售收入	3.7%	5.9%	6.2%	4.9%	4.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
所得税税率	9.3%	13.2%	14.0%	14.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比例	11.4%	20.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	10.3%	10.8%	11.29%	11.8%	12.3%
6.5%	23.09	20.16	17.85	15.98	14.44
6.0%	20.93	18.52	16.57	14.97	13.62
5.5%	19.22	17.19	15.52	14.11	12.92
5.0%	17.84	16.09	14.63	13.39	12.32
4.5%	16.69	15.17	13.87	12.76	11.79
4.0%	15.73	14.38	13.22	12.21	11.33
3.5%	14.91	13.70	12.65	11.73	10.92

资料来源：国信证券经济研究所

公司概况

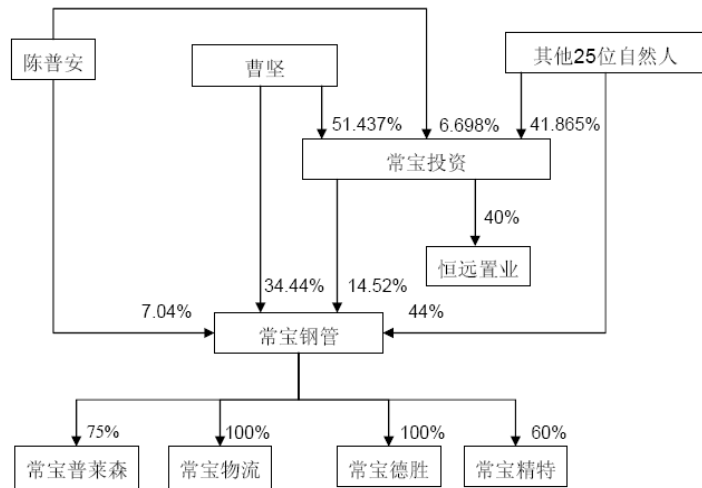
江苏常宝钢管股份有限公司（以下简称“常宝股份”或“公司”）是国内最大的石油天然气用管 and 高压锅炉管生产商之一，2007-2009 年，公司油管产量均列全国前三，同时也是上海锅炉厂的四家“优秀供方企业”之一、东方锅炉厂的“A 级供应商”之一及哈尔滨锅炉厂的两家“A 级供应商”之一。

历史沿革、主要股东和本次发行情况

公司最初是 1989 年组建的宝钢集团常州钢铁厂，1999 年改制为常州宝钢钢管有限公司，1998 年至 2002 年钢铁行业低迷期间，公司持续亏损，部分生产线被强制淘汰并存在较大的潜在亏损，宝钢集团将其持有的 86.8% 的股权转让给常州机电国资。2003 年，常州机电国资将其持有的常钢公司 100% 的股权分别转让给曹坚等 27 名自然人，并先后更名为常州常宝钢管有限公司和江苏常宝钢管有限公司，变为民营公司。2007 年底常宝有限的各股东将合计 14.52% 的股权增资到常宝商贸，常宝商贸成为常宝有限的第二大股东。2008 年，公司整体变更设立股份公司，股本合计 3.306 亿股，由 27 为自然人直接或间接持股，其中董事长及总经理曹坚先生直接持有公司 34.44% 的股份，通过常宝投资间接持有 7.47% 的股份，是公司的控股股东、实际控制人。

本次 IPO 公司拟发行 6,950 万股，发行后总股本 4.001 亿股，曹坚先生控股比例稀释到 34.63%，但仍为公司实际控制人。

图 1：公司 IPO 前股权结构



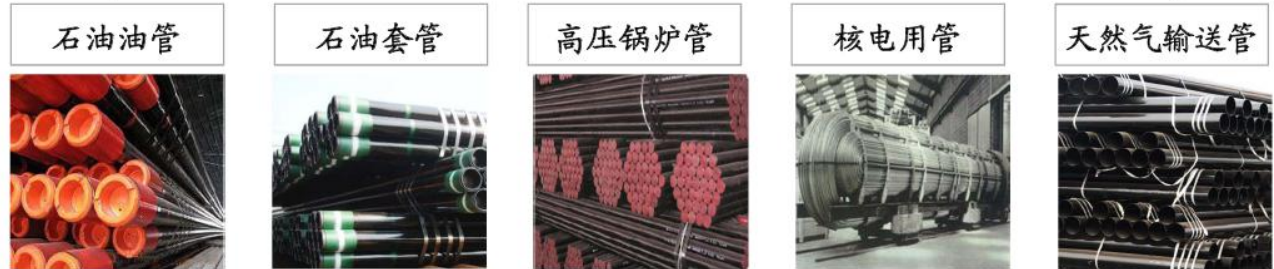
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

公司主营业务

公司主营业务为石油油井管（包括油管、套管、钻杆）和高压锅炉管，石油油井管是石油、天然气钻采工程必需设备，服务于国内外油气开采商；高压锅炉管主要用于建设火力发电站，服务于国内外电站锅炉制造商。因此公司行业的发展与石油天然气的勘探、开采和消费需求，电力投资、建设和消费需求密切相关。2009

年公司石油用管产量及市场占有率居国内第二位，高压锅炉管产量及市场占有率居国内第三位。最近两年来，公司石油油管收入占比为 50%左右，利润占比在 50%-60%；高压锅炉管收入占比在 35%左右，利润占比在 40%左右。

图 2：常宝股份主要产品图示



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 4：09 年我国主要油管生产企业产量及市场份额情况

排名	公司名称	产量(吨)	份额
1	宝钢集团	222795	30.89%
2	江苏常宝钢管股份有限公司	136088	18.87%
3	衡阳钢管(集团)有限公司	94347	13.08%
4	天津钢管集团股份有限公司	70841	9.82%
5	无锡西姆莱斯石油专用管制造有限公司	47828	6.63%
	合计	575299	79.76%

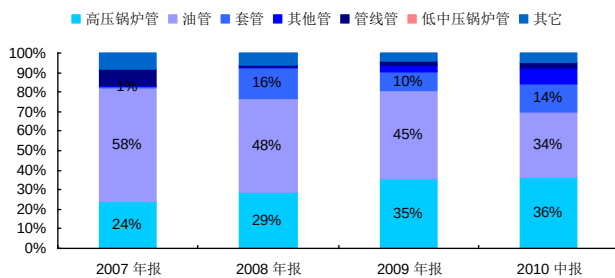
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

表 5：09 年我国主要高压锅炉管企业产量及市场份额情况

排名	公司名称	产量(吨)	份额
1	宝钢集团	163793	25.49%
2	江苏振达钢管集团	94209	14.66%
3	江苏诚德钢管股份有限公司	73845	11.49%
4	江苏常宝钢管股份有限公司	67271	10.47%
5	衡阳钢管(集团)有限公司	52606	8.19%
	合计	451724	70.30%

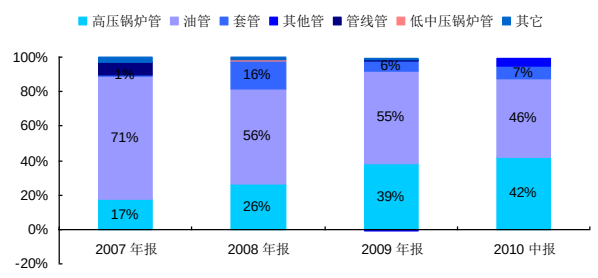
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 3：近年来公司主营业务收入构成



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4：近年来公司主营业务利润构成



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

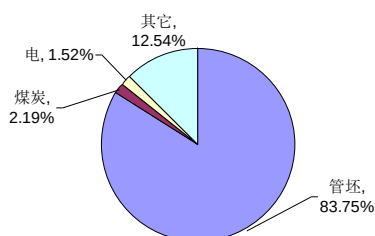
公司的主要成本构成

管坯为公司生产所需主要原材料，以采购为主。2007-2010 年上半年主营业务成本中管坯所占比例分别为 77.38%、83.49%、83.90%和 83.75%。公司上游资源充足，实行比价采购，与重要供应商形成战略联盟，同时也通过控制管坯库存量规避原料价格波动风险。但管坯价格和产品销售价格变动存在的时滞性和变动幅度的差异性，仍会给公司正常生产经营带来一定的风险。而公司作为一个来料加工企业，对上游原料质量控制能力较差也是公司一大弱势。

从最近几年公司主要产品毛利率情况来看，石油油管毛利率一直在 21%以上，

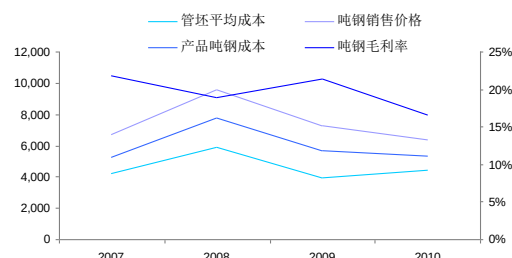
高压锅炉管毛利率也基本稳定在 19%以上,石油套管 2008 年下半年起受需求下滑影响,毛利率下降较大,2010 年中报只有 8%。因此整体来看,公司产品虽然可能受到原材料价格波动的影响,但需求情况的好坏还是影响毛利的主要因素。

图 5: 公司成本构成



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 6: 公司成本走势



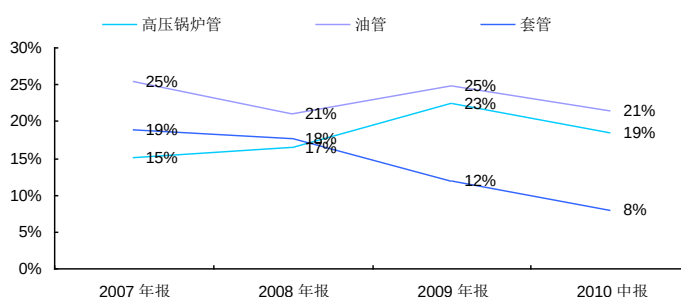
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 6: 常宝股份主要产品盈利情况

项目	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
油管	毛利率	21.42%	24.82%	25.42%
	每吨的毛利 (元/吨)	1,244.45	1,612.69	1,641.21
	在主营业务收入中的占比	35.66%	46.96%	61.12%
套管	毛利率	8.02%	12.01%	17.77%
	每吨的毛利 (元/吨)	445.4	698.57	1,481.05
	在主营业务收入中的占比	15.10%	10.43%	16.92%
高压锅炉管	毛利率	18.51%	22.52%	16.53%
	每吨的毛利 (元/吨)	1,641.18	2,422.08	2,464.63
	在主营业务收入中占比	37.69%	36.91%	30.31%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 7: 公司主要产品毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

主营产品市场构成

从地域来看,公司产品主要销往国内市场,公司油管、套管产品的主要客户为中石油、中石化、延长石油和中海油的下属油田及分公司,其中以中石油为主要销售对象,2009 年公司是中石油 7 家供应商之一。公司高压锅炉管产品主要客户为上海锅炉厂、哈尔滨锅炉厂、东方锅炉厂,目前常宝精特已经成功进入三大锅炉厂

优秀供方企业和 A 级供应商序列。

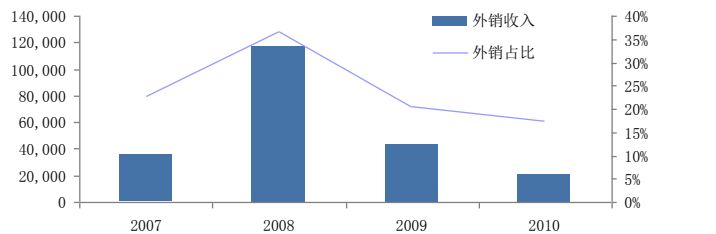
公司外销的油管、套管产品已经通过中东、北非、俄罗斯、北美等市场的国家认证和石油公司的产品鉴定或认证，并进入其主流供应商名录。2008 年度公司外销比例一度达到 35%左右，但 2009 年后受双反调查和金融危机影响，出口收入占比逐年下降，2010 年上半年已经下降到 20%以下。

表 7: 公司前五名客户情况

	单位名称	金额(万元)	销售占比
1	中国石油天然气股份有限公司	29,799.06	24.47%
2	哈尔滨锅炉厂有限责任公司	14,535.36	11.93%
3	上海锅炉厂有限公司	11,250.74	9.24%
4	Tubular Sojutions,LLC	7,603.11	6.24%
5	PACRIM STEEL ULC	5,086.59	4.18%
合计		68,274.86	56.06%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 8: 公司外销收入情况



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

主营业务所处行业情况

石油油井管需求保持稳步增长

油井管成本约占油井开发成本的 20-30%，油管、套管和钻杆三者的消费结构比较稳定，占比分别为 75%、22%和 3%。目前全世界每年钻井 10 万口左右，在产油井已超过 60 万口，年需油井管约 900 多万吨。国外主要油井管生产厂的生产能力约 500 万吨。石油需求量的增长、价格的上涨带动勘探、开采活动的增加以及打井数和井深的增加，进而增加钻采的资本性支出，是石油油井管需求增长的主要驱动因素。

国际上来看，2003 年至 2008 年，全球原油需求由每日 79.7 百万桶增至 85.8 百万桶，相当于约 1.2%的年复合增长率。而同时期全球石油勘探、开采资本支出一直维持两位数增长。全球打井数的增加和井深的增长也带动了全球石油公司资本支出的增加，全球打井数在此期间的复合增长率为 20.7%，2006~2008 年的复合增长率更是高达 42.2%，对应的井深增长分别为 4.7%和 9.8%。

国内来看，我国石油探明储量占世界 1.3%，储采比 11.3 年；产量占世界总量 4.8%，需求占总量 9.3%，年需求增速约 5.5%，大于世界 1%的平均增速。作为重要的关系国家安全的战略资源，我国对石油工业的基本政策是立足于国内油气资源的勘探开发，勘探开采活动基本由中石油、中石化和中海油三大石油集团主导，其累计原油产量占全国原油产量的 90%以上。因此三大石油集团在油气勘探开采方

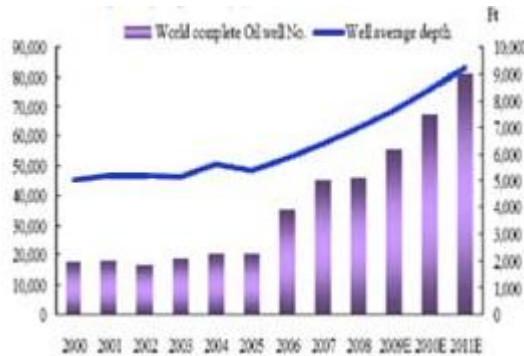
面的资本性支出基本上代表了国内的油气勘探开采资本支出情况,保持了很高的增长速度。

表 8: 三大石油集团资本性支出数据 (单位: 百万元)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
中石油	46,078	52,813	59,488	83,214	105,192	134,256	157,031	129,017	157,700
YOY		15%	13%	40%	26%	28%	17%	-18%	22%
中石化	20,228	20,628	21,234	23,095	31,734	54,498	57,646	51,550	53,300
YOY		2%	3%	9%	37%	72%	6%	-11%	3%
中海油	6,833	8,272	12,843	16,606	23,041	26,942	36,410	42,610	53,924
YOY		21%	55%	29%	39%	17%	35%	17%	27%
累计	73,139	81,713	93,565	122,915	159,967	215,696	251,087	223,177	264,924
YOY		12%	15%	31%	30%	35%	16%	-11%	19%

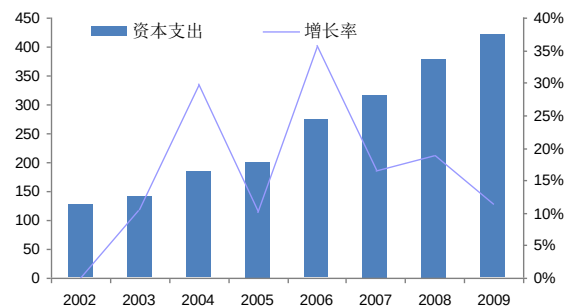
资料来源: 三大石油集团年报, 国信证券经济研究所; 注: 中石油、中石化为勘探开发性资本性支出, 中海油为累计资本支出

图 9: 全球打井数和深度



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 10: 三大石油集团累计资本性支出图示 (单位: 10 亿元)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

生产高钢级、非 API 钢级和特殊扣钢管已成国内油井管企业的发展方向

国际市场上, 以 Tenaris、V&M、TMK 和日本钢管联盟为代表的一批大型跨国企业, 无论是在生产规模、技术水平还是自主品牌、知识产权方面都有着很强的竞争能力。其中 Tenaris、V&M、TMK 年产钢管量分别为 300, 230, 500 万吨。这类企业产品品种齐全, 拥有知名品牌和自主知识产权, 研发力量强, 特殊环境和特定性能条件下适用性强。

国内市场来看, 油管行业集中度也相当高, 2007~2009 年前五位生产厂家的产量总额占国内产量总额的比重分别为 81.81%、72.48% 和 79.76%。其中宝钢集团占 31% 的产量份额位居第一, 常宝股份占 19% 左右的市场份额位居第二。

目前中低钢级油井管能满足需求, 随着全球对石油、天然气需求量的上升, 石油和天然气的开采区域不断拓展, 作业条件越来越复杂, 市场竞争焦点逐渐向能够满足复杂地质条件、且依然存在供给缺口的高钢级、非 API 钢级和特殊扣钢管转移, 行业竞争已由原先简单的规模和价格竞争转向技术及品牌的竞争。此类钢管产品一般都存在专利保护, 生产工艺严格, 产品的可靠性要求特别高, 国内生产厂家不具备生产条件和技术条件。开发此类管材已经成为国内油井管生产企业的发展趋势。

公司通过多年产品研发和实地试验, 目前不但能够生产 API 标准规定的高钢级油井管 (如 C90、C95 和 P110); 还开发生产了高抗硫腐蚀、抗 CO₂+高抗 H₂S 腐蚀、高 Cr 抗腐蚀、高抗挤毁、耐热、抗硫管线管系列产品等非 API 产品, 形成

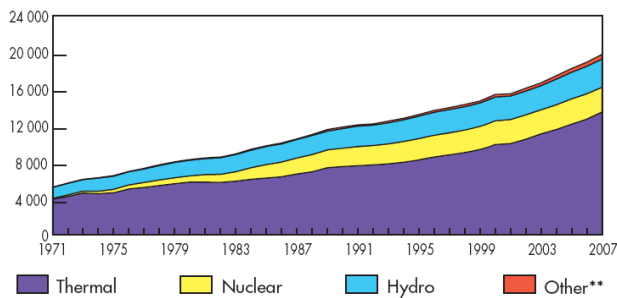
了常宝钢管的六大非 API 产品系列；同时利用常宝钢管小油管的特点，形成了以二级加厚油管、直连型钻杆为代表的特色产品，代表着油井管行业未来产品发展的主流方向。

高端高压锅炉管替代进口已渐成型，市场空间大

1971 年到 2007 年全球发电量从 61,160 亿千瓦时增长到 197,710 亿千瓦时，年均增长率在 3.3% 左右，虽然近年来核电占比有所提高，但整体仍然以火电为主，占比约 70%。

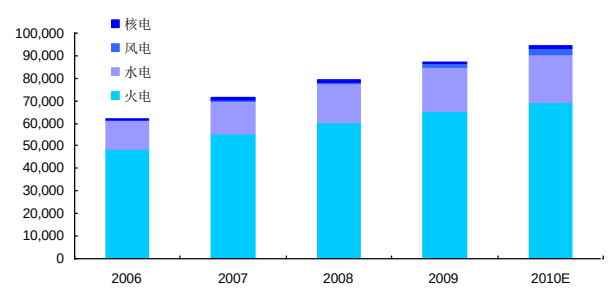
国内来看，截至 2009 年底，我国发电装机容量达到 8.74 亿千瓦，其中火力发电装机容量占比为 75%；2009 年全年发电量达到 3.65 亿千瓦，同比增长 7%，其中火力发电量为 2.98 亿千瓦，占发电总量的 82%。预计我国在未来十年，火力发电在总发电量中仍将占据主导地位。因此通过加大火电行业的结构调整，提高热电转换效率，是缓解未来日益加剧的节能减排压力的重点之一。

图 11：1971-2007 全球发电量增长情况（单位：十亿千瓦时）



资料来源：IEA，公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 12：我国发电装机构成情况（单位：万千瓦）

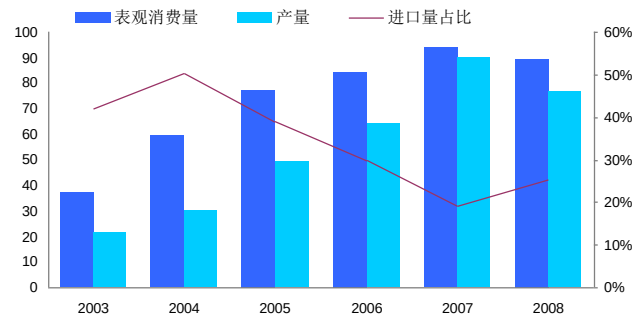


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

目前火电领域节能技术的应用主要集中在超临界、超超临界压力等高参数、大容量火电机组、洁净煤燃烧发电技术等。根据国家发改委公布的《能源发展“十一五”规划》，“十一五”期间我国将大力发展 60 万 kw 及以上超（超）临界机组、大型联合循环机组，采用高效洁净发电技术改造现役火电机组，实施“上大压小”和小机组淘汰退役。此外，国家发改委、能源办《关于加快关停小火电机组的若干意见》也提出：我国对 2007 年后规划新建火电项目，基本上采用 60 万 kw 及以上超临界、超超临界机组。另外《装备制造业调整和振兴规划》也指出，2009 年~2011 年国家将进一步提高百万千瓦级超临界/超超临界火电等高效清洁发电的设备性能质量，并将此作为产业调整和振兴的主要任务之一。要重点发展耐高温、耐高压、耐腐蚀电站用钢（钢管）等特种原材料。因此，火电行业、装备制造业的升级转型将为包括公司在内的具备超（超）临界电站锅炉用钢管生产能力的企业带来较大发展空间。

从“十一五”的情况来看，每年电站锅炉和电站维修对厚壁和特厚壁高压锅炉管每年增加的需求约有 10 万吨，这当中有 8 万吨的缺口需要进口。2009 我国进口的高压锅炉管多为高端产品，产品单价最高达 20 万元/吨以上，未来亟需国内产品替代。按照近几年进口量 20 万吨左右、平均单价 10 万/吨计算，高端产品替代空间约 200 亿元。预计我国“十二五”期间电力发展将趋于平稳，发电装机容量的平均增长率在 8% 左右，2009-2015 年国内的锅炉发电机组的产量平均仍将保持在 6,000 万千瓦/年左右的的增长。按照 100t/万千瓦高压锅炉管计算，并考虑到电站安装与其他消费，今后几年对高压锅炉管的需求增量将在 80 万吨左右。其材质 70% 以上是 ASME 标准 T、P 系列材质。

图 13: 我国高压锅炉管消费量(万吨)及进口比例



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

常保股份子公司常宝精特是全国锅炉行业三大龙头企业小口径（管径小于 89mm）高压锅炉管的主要供应商。2007-2009 年常宝均位居上海锅炉厂有限公司小口径高压锅炉管供应量的第 2 位；位居哈尔滨锅炉厂有限责任公司小口径高压锅炉管供应量的第 2 位、第 1 位和第 1 位；2009 年位居该东方锅炉股份公司小口径高压锅炉管供应量的第 3 位。目前常宝精特能够批量生产高钢级（T22、T23、T92、T91）高压锅炉管、内螺纹管、优化内螺纹管等火力发电站超临界和超超临界机组的主流产品，同时 TP304 和 super304 产品也已经研发并成功进入小批量生产之中，成功替代进口。

核电行业的大发展为核电用管带来前所未有的发展机遇

未来十年我国核电规划总投资将超过 10000 亿元，其中核电蒸发器管的投资额超过 150 亿以上。

《核电发展调整规划》提出到 2020 年，我国核电运行装机容量为 7,000 万千瓦，在建 3,000 万千瓦。未来 3 年内中国将开建 8 个核电站，16 台核电机组，装机容量在 1,000 万千瓦以上。预计高峰投产运营期将发生在 2015 年以后，届时每年平均新增装机容量将达到 800-900 万千瓦（即 8-9 套百万千瓦反应堆）。

根据《装备制造业调整和振兴规划》，2009-2011 年，我国将以辽宁红沿河、福建宁德和福清、广东阳江、浙江方家山和三门、山东海阳以及后续核电站建设工程为依托，推进二代改进型、AP1000 核电设备自主化，重点实现压力容器、蒸汽发生器等主要设备的国内制造。目前，我国已核准在建核电站 11 个，共计 28 台机组（总装机容量 3,140 千瓦）。

随着我国核电站的建设及其关键设备国产化率的实施进程加快，国内核电站用钢管的需求将会显著加大。2010 年，常宝精特已通过上海电气核电设备有限公司的合格供方认可，开始向其供应核电非核级用管。目前，常宝精特已制定了投资建设核电 U 型用管领域的计划，已和国外核电相关设备供应商展开技术交流合作等工作，目前规划产能约 600 吨/年。该行业高技术门槛带来的垄断地位，高端产品的高毛利率预计超过 50%，预计在 2015 年左右，公司将享有市场爆发式增长带来的机会。

表 9：十二五和十三五期间国内核电设备年均规模

项目	2010 年	2011 - 2015 年	2016 - 2020 年
装机容量 (MW)	900	4500	8500
新增容量 (MW)	-	3600	4000
二代半机组国产化率	70%	80%	90%
三代机组国产化率	-	50%	70%
三代机组的装机占比	-	25%	50%
国内设备年均规模 (亿元)	-	350	400

资料来源：国信证券经济研究所

公司竞争优势分析

灵活有效的企业管理优势

公司原属宝钢集团下属企业，沿袭和继承了宝钢集团的管理模式，公司治理结构完善。公司管理团队从事专用钢管产品研发和生产多年，对专用钢管市场的发展趋势把握较强，在生产经营及管理等方面积累了丰富的经验，尤其是改制为民营企业后，决策机制灵活有效，能根据市场形势的变化随时调整生产、经营的策略。近年来公司顺应行业发展趋势，结合自身特点及优势，不断调整产品结构，发展市场急需的成品石油油管及高钢级高压锅炉管，取得了较好的市场收益。

产品定位高端、附加值高，产品链不断丰富

公司通过多年产品研发和实践，产品附加值不断提高，产品链进一步完善。目前公司产品已布局于石油油管、石油套管、高压锅炉管、核电用管和天然气输送管等五大能源管材。其中，油井管和小口径合金高压锅炉管已形成了领先的市场地位，未来用于大型火力发电机组超超临界的高钢级高压锅炉管新品和核电用管投资二大业务板块也将迎来良好的发展趋势。

技术和研发优势明显

公司从事专用钢管研发和生产历史较长，经验丰富，拥有了一批资深工程技术人员。公司成立了“江苏省专用特种钢管工程技术研究中心”，该技术中心被江苏省科技厅认定为“江苏省企业技术中心”，并和中国工程院殷国茂院士签署了成立“院士工作站”的框架性协议，引进了钢管及材料方面的专家，组建了一支专业工程技术研究队伍，在 CPE 工艺、材料、热处理、扣型等基础研究方面取得一批研究成果，公司及其子公司目前拥有实用新型专利 22 项，已授权待颁发证书的实用新型专利 1 项，已受理申请的发明专利 7 项。

品牌和市场优势

公司注重品牌与形象，生产的“环球牌”无缝钢管获国家免检产品称号，为江苏省名牌产品。公司凭借优异的产品积极开拓市场，目前已经与国内多家下游客户形成了固定供货合作协议。在高压锅炉管领域，常宝股份已成为国内三大锅炉厂的 A 级供应商。2009 年产量排名行业第四，2010 年预计将达行业第二，其中小口径合金高压锅炉管产量居全国首位，市场占有率达 55%。同时，公司也是国内仅有的两家能够生产优化内螺纹管的企业之一，该产品市场占有率更高达 70%。在核电用管领域，常宝股份也已走在行业前列。今年，常宝股份通过了上海电气核电设备有限公司的合格供方认可，已率先开始供应核电非核级用管。此外，其子公司常宝

精特也制定了核电 U 型换热器和蒸发器用管的建设计划。公司管理层认为，核电发展对核电等新型能源管材的刺激作用明显，公司目前正加强相关产品的开发，抢占行业领先地位。

人才优势

公司重视人才的培养，建立了一支技术覆盖面全、核心力量突出的研发技术人才和管理人员梯队；公司定期对中高层管理人员、骨干人员实行轮岗制度，使这些人员熟悉不同岗位的操作流程和管理方法，有利于公司提拔业务能力突出的骨干员工；公司还拥有一支有丰富实践经验和客户基础的营销队伍。人才优势保证了公司规模扩张及技术进步，已成为公司核心竞争力的重要因素之一。

募投项目进一步完善公司产品结构

公司在无缝钢管领域已占据了行业的龙头地位，而焊接钢管领域未来的市场空间也比较广阔，公司此次发行募集资金，主要用于投资 ERW660 焊管项目，产能 30 万吨，生产油气输送用管、石油套管以及建筑结构用管。公司此次募集资金投资项目成功实施后，公司的生产规模将进一步扩大，产品将涵盖油管、套管、管线管、高压锅炉管、建筑结构管等诸多产品系列，产品组距范围将由现在的 Ø8~Ø219mm 拓宽到 Ø8~Ø660mm，进一步提高公司产品规格、档次和产能。

大口径 ERW 焊管机组未来将成为主导

从世界钢管消费结构来看，自 1995 年以来焊管消费比例基本维持在钢管消费总量 69% 的水平。目前焊管正从多个领域（如油套管、锅炉管）向无缝管的市场迈进。焊管有螺旋埋弧焊管（SSAW）、直缝埋弧焊管（LSAW）和高频焊管（ERW）三种管型中 ERW 焊管占焊管总量的 80% 左右。国外来看，大中口径 ERW 机组所占比例比国内大得多，ERW 焊管在石油天然气管线（包括城市燃气管网）中用量比例也比国内大得多。目前我国的 ERW 高频焊管机组规格比例严重失调，与发达国家相比差距较大。大口径 ERW 焊管机组未来将成为主导。

石油、天然气和建筑领域对焊接管保持高需求

管线管、油套管和建筑结构用管将是未来焊管市场发展过程中的一个重要方向。随着“西气东输”二线等长距离油气输送管线工程的建设及石油天然气开采量的扩大，每年将消费大量的管线管和油井管；同时，作为一种新型的结构用经济断面钢材，建筑结构用钢管可节约 30~40% 的所需钢材量，在《国家建筑钢结构产业“十五”计划和 2015 年发展规划纲要（草案）》中，建筑结构用管是被鼓励使用的“绿色产品”，具有良好的应用前景。根据对下游细分市场的分析，预计在 2012 年，ERW 产品下游需求量将在 320 万吨左右，较目前 260 万吨的需求水平增长 23%。

表 10：“十一五”期间预测各种焊管在油气输送管中的比例（%）

管线名称	螺旋埋弧焊管 (SSAW)	直缝埋弧焊管 (LSAW)	高频直缝焊管 (ERW)	塑料管 PE- (PVC)	合计
天然气长输管线	30	70	-	-	100
原油管线	10	50	40	-	100
成品油管线	10	50	40	-	100
城市天然气管线	10	20	60	10	100

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

表 11: 2006 年部分国家 ERW 焊管机组规格比例

机组规格	美国	日本	德国	中国
Φ76mm 以下机组	41.70%	49%	55%	90%
Φ102 ~ 200mm 机组	47%	36%	35%	6%
Φ219 ~ 610mm 机组	11.30%	15%	10%	4%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

表 12: ERW660 项目主要产品需求量预测

产品类别	产能 (单位: 万吨)	市场需求量 (单位: 万吨)		
		2010 年	2011 年	2012 年
油气输送管线管	12.9	120 - 135	132 - 148.5	145.2 - 163.4
石油套管	11.5	80	88	96.8
建筑结构用钢管	5.6	57	62.7	69
合计	30	257 - 272	282.7 - 299.2	311.0 - 329.2

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

募投项目投产后将增强公司的盈利能力

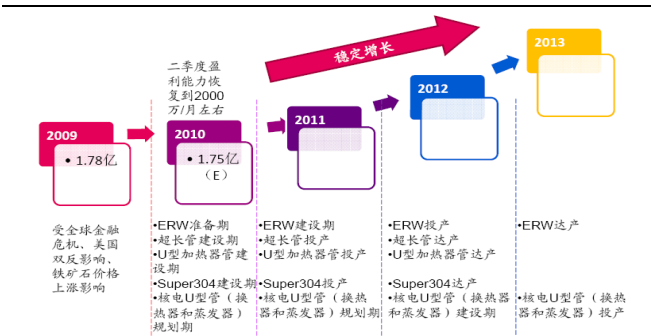
常宝股份 ERW660 机组可焊接方式可以采用感应焊也可以采用接触焊, 可以全连续生产, 也可以单卷生产, 还可以根据市场情况适当调整油气输送用管、石油套管和建筑结构用管的生产量, 国内所有其他类同机组都很难做到这一点。根据公司规划, 募投项目建设周期 19 个月, 预计 2012 年投产 2013 年达产。项目达产后, 公司预计新增年销售收入 22.78 亿元, 新增利润总额 2.67 亿元。

表 13: 募投项目及其主要效益指标

项目名称	募集 资金额	项目 总投资 (万元)	年均 营业收入 (万元)	年均 利润 (万元)	投资 收益率
ERW660 焊管项目	77,381.60	77,381.60	227,808.00	26,711.10	35%

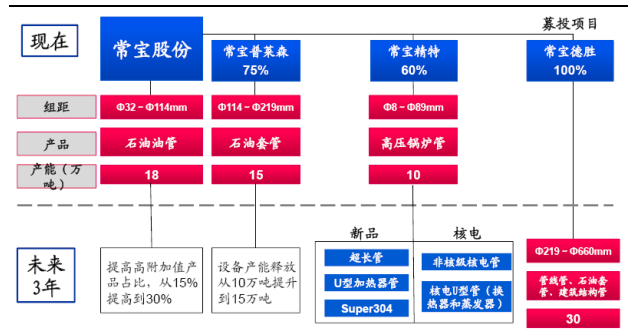
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 14: 公司管理层经营计划



资料来源: 公司推介资料, 国信证券经济研究所

图 15: 公司现有即募投项目未来三年发展规划



资料来源: 公司推介资料, 国信证券经济研究所

公司仍然面临较大的反倾销和反补贴风险

近年来，由于国际贸易竞争加剧，海外某些国家和地区分别采取了反倾销和反补贴调查以及其他贸易壁垒等措施，对中国钢管产品（包括常宝股份生产的钢管产品）增收关税以保护其相关工业。

从 2008 年至今，公司销往美国和加拿大等国的钢管产品涉及到多起国际反倾销、反补贴调查，对公司的产品出口和经营情况产生了一定程度的影响，销往美国油井管和管线管的毛利占主营业务利润的比例从 2008 年的 29.49% 下降到 2009 年的 24.06%，2010 年 1-6 月公司销往美国的油井管和管线管的毛利占主营业务利润的比例为 6.99%，数额呈现大幅降低的趋势。公司管理层通过不懈努力，加强市场营销，逐渐摆脱了销往美国市场较多的格局，“双反”调查对公司持续经营能力的影响逐渐降低。

公司募投资的 ERW660 焊管项目生产的石油和天然气管线管外径为 219mm-660mm，外径 406.4mm 以上的石油和天然气管线管和所有的套管及建筑结构用钢管目前均不在“双反”调查范围内，仍可以出口至美国。当然，随着国际专用钢管市场的竞争日益激烈，不排除公司产品的出口目标国家和地区对中国的钢管产品进一步设置贸易障碍，从而对公司钢管产品的出口造成影响。

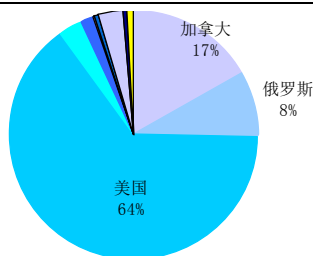
表 14：美国“双反”调查对公司业务的影响分析（单位：万元）

项目	2010 年 1-6 月			2009 年度		
	合并报表数	扣除双反影响数	变化幅度	合并报表数	扣除双反影响数	变化幅度
主营业务收入	116,235.24	105,779.47	-9.00%	208,473.52	177,705.09	-14.76%
主营业务利润	19,307.54	17,957.47	-6.99%	44,506.21	33,795.16	-24.07%
归属于母公司的净利润	8,349.10	7,765.29	-6.99%	19,278.34	14,638.73	-24.07%

项目	2008 年度			2007 年度		
	合并报表数	扣除双反影响数	变化幅度	合并报表数	扣除双反影响数	变化幅度
主营业务收入	320,906.25	227,345.43	-29.16%	156,789.98	139,002.24	-11.34%
主营业务利润	60,767.74	42,846.27	-29.49%	34,108.70	29,404.14	-13.79%
归属于母公司的净利润	26,218.39	18,486.13	-29.49%	14,754.17	12,719.15	-13.79%

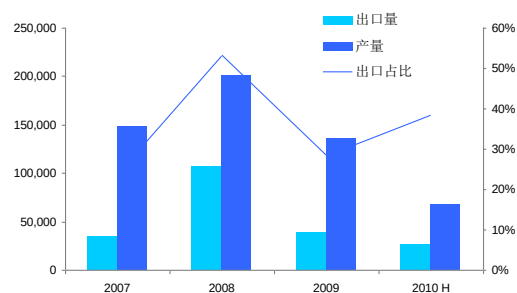
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 16：2010 上半年油井管出口构成



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 17：公司油井管出口走势（吨）。



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

公司财务分析

公司资产负债率低于行业平均水平。2007-2009 年及 2010 年上半年，公司的资产负债率（母公司）分别为 54.07%、61.67%、41.90%和 40.18%。

公司偿债能力主要指标接近行业平均水平。2007-2009 年及 2010 年上半年流动比率分别为 1.13、1.14、1.21 和 1.26，速动比率分别为 0.85、0.86、0.83 和 0.70。表明公司长短期的偿债能力逐渐增强。

收益质量上，2007-2009 年及 2010 年，公司的净资产收益率分别为 30.56%、43.98%、21.98%、8.77%。2009 年，受“金融风暴”和“双反”双重影响，公司净资产收益率出现下降。2010 年上半年净资产收益率下降，主要是由于公司募投项目目前正处于建设阶段，2010 年上半年尚未有效益产生。

表 15: 公司主要财务指标

财务指标	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
1、流动比率（倍）	1.26	1.21	1.14	1.13
2、速动比率（倍）	0.85	0.86	0.83	0.70
3、资产负债率（%）（母公司）	40.18%	41.90%	61.67%	54.07%
4、净资产收益率（%）	8.77	21.98	43.98	30.56
5、总资产收益率（%）	5.02	11.27	18.48	17.27
6、毛利率	17.40	21.00	17.95	21.40
7、净利率	8.53	11.34	9.71	9.97
财务指标	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
1、应收账款周转率（次/年）	2.84	5.69	15.44	19.95
2、存货周转率（次/年）	2.19	3.56	6.27	3.94
3、息税折旧摊销前利润（万元）	15,592.69	36,258.97	42,307.65	24,828.28
4、利息保障倍数（倍）	17.45	19.22	19.2	57.78
5、每股经营活动产生的现金流量（元）	0.06	-0.67	2.38	0.77
6、每股净现金流量（元）	0.00	-0.34	0.38	-0.08

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

盈利预测

基本假设

- 1) 2011 年石油油管高附加值产品比率提升带来毛利回升、石油套管产能及产量规模增长，超长管、U 型加热器管、超级 304 的投产；2012 年在原有产品产能逐步释放的背景下，募投的大口径焊接管项目（ERW 项目）投产。
- 2) 公司销售费用率、管理费用率保持稳定；企业所得税率 14%。
- 3) 公司出口产品不再遭受双反制裁。

综合考虑，我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别在 0.45、0.60、0.75 元左右。

表 16: 盈利预测假设 (收入及利润单位: 百万元)

营业收入	2008	2009	2010E	2011E	2012E
油管收入	1607	979	1119	1294	1520
收入 YOY		-39.09%	14.30%	15.60%	17.50%
毛利率	20.99%	24.82%	22.40%	22.40%	22.50%
毛利润	337	243	251	290	342
毛利 YOY		-27.98%	3.16%	15.60%	18.02%
套管收入	543	217	696	857	1052
收入 YOY		-59.94%	220.00%	23.20%	22.70%
毛利率	17.77%	12.01%	12.80%	13.20%	14.50%
毛利润	96	26	89	113	153
毛利 YOY		-72.93%	241.05%	27.05%	34.78%
高压锅炉管收入	973	769	794	942	1179
收入 YOY		-20.90%	3.13%	18.70%	25.20%
毛利率	16.53%	22.52%	18.90%	19.20%	19.70%
毛利润	161	173	150	181	232
毛利 YOY		7.77%	-13.45%	20.58%	28.46%
其他产品收入	252	202	200	200	200
毛利率	4.40%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%
毛利润	11	13	13	13	13
累计收入	3375	2168	2808	3293	3951
累计收入 YOY		-35.75%	29.52%	17.25%	19.99%
累计毛利	606	455	503	597	740
累计毛利 YOY		-24.81%	10.36%	18.72%	23.98%
毛利率	17.95%	21.00%	17.90%	18.12%	18.72%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、公司上游原料外购, 整体属于来料加工, 质量控制有一定风险;
- 2、原材料价格波动或下游市场波动导致毛利率波动的风险;
- 3、钢管是我国遭受双反调查的重灾区, 如果出口环境继续恶化, 国际市场对我国钢管行业的双反力度进一步加大, 则公司产品经营面临加大的风险。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	453	699	650	786	营业收入	2168	2808	3293	3951
应收款项	422	547	641	770	营业成本	1713	2307	2697	3198
存货净额	407	555	644	759	营业税金及附加	11	14	12	14
其他流动资产	126	28	33	40	销售费用	50	62	68	82
流动资产合计	1410	1831	1969	2356	管理费用	134	179	169	201
固定资产	659	834	1413	1691	财务费用	1	5	11	20
无形资产及其他	173	167	161	155	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	16	16	16	16	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	6	6	6
资产总计	2258	2849	3561	4220	营业利润	259	247	342	442
短期借款及交易性金融负债	290	376	651	745	营业外净收支	24	24	24	24
应付款项	798	1090	1264	1490	利润总额	283	271	366	466
其他流动负债	79	108	123	145	所得税费用	37	38	51	65
流动负债合计	1167	1573	2038	2380	少数股东损益	53	51	69	87
长期借款及应付债券	22	22	22	22	归属于母公司净利润	193	183	246	313
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	22	22	22	22					
负债合计	1190	1596	2060	2402					
少数股东权益	166	205	257	323					
股东权益	903	1048	1244	1494					
负债和股东权益总计	2258	2849	3561	4220					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	193	183	246	313
资产减值准备	(44)	(1)	0	0
折旧摊销	63	52	76	108
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	5	11	20
营运资本变动	(470)	145	1	(2)
其它	86	39	52	66
经营活动现金流	(172)	418	376	486
资本开支	(83)	(220)	(650)	(380)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(83)	(220)	(650)	(380)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(61)	0	0	0
支付股利、利息	(39)	(37)	(50)	(63)
其它融资现金流	(37)	86	275	94
融资活动现金流	(237)	49	225	30
现金净变动	(492)	246	(49)	136
货币资金的期初余额	945	453	699	650
货币资金的期末余额	453	699	650	786
企业自由现金流	(231)	193	(269)	123
权益自由现金流	(329)	274	(3)	200

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.58	0.46	0.62	0.78
每股红利	0.12	0.09	0.12	0.16
每股净资产	2.73	2.62	3.11	3.74
ROIC	17%	14%	16%	17%
ROE	21%	17%	20%	21%
毛利率	21%	18%	18%	19%
EBIT Margin	12%	9%	11%	12%
EBITDA Margin	15%	11%	13%	14%
收入增长	-36%	30%	17%	20%
净利润增长率	-26%	--	35%	27%
资产负债率	60%	63%	65%	65%
息率	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
P/E	34.3	43.8	32.5	25.5
P/B	7.3	7.6	6.4	5.4
EV/EBITDA	24.1	31.6	23.4	18.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	